

「ゼロ金利政策」と市場金利

——日本銀行政策委員会・金融政策決定会合議事要旨
(1999年2月～6月)を巡って——

木村二郎

はじめに

- (1) 「ゼロ金利政策」採用をめぐる状況
- (2) 「ゼロ金利政策」の実施状況
- (3) 短期金利の低下とターム物金利への波及
- (4) 長期金利と政策
- (5) 「ゼロ金利政策」の暫定的評価

おわりに

はじめに

資本主義の歴史上初めて、中央銀行が短期金融市場の誘導金利を事実上「ゼロ%」に設定するという特異な「ゼロ金利政策」の採用を、日本銀行政策委員会・金融政策決定会合は1999年2月12日に採用を決定した。この「ゼロ金利政策」は同年9月現在も継続中であり、全面的な評価を下すには時期尚早である。だが、この半年あまりの期間において、金融政策論上極めて興味深い「実験の経過と結果」が示されつつある¹⁾。本稿では、9月上旬時点に立って、政策の採用が市場金利のどのような動きを受けて決断され、政策の実施が市場金利に対してどのように作用したと認識されたのかという点を中心に

1) 翁邦雄「ゼロ・インフレ下の金融政策について——金融政策への疑問・批判にどう答えるか——」(『金融研究』日本銀行金融研究所, 1999年8月)は、日本銀行への疑問・批判に答えるという形で、現状の金融政策にまつわる論点を明瞭に整理している。ただし、現状の金融政策がいかに効果的であるかを示すために用いられた、現状と大恐慌期との対比方法には無理があるように思われる。

して新日本銀行法第20条に基づき公開されている金融政策決定会合（1999年2月～6月分）の議事要旨等を素材に明らかにしていきたい。

以下、(1)「ゼロ金利政策」採用をめぐる状況、(2)「ゼロ金利政策」の実施状況、(3)短期金利の低下とターム物金利への波及、(4)長期金利と政策、(5)「ゼロ金利政策」の暫定的評価の順に考察を進めていくことにする。

(1) 「ゼロ金利政策」採用をめぐる状況

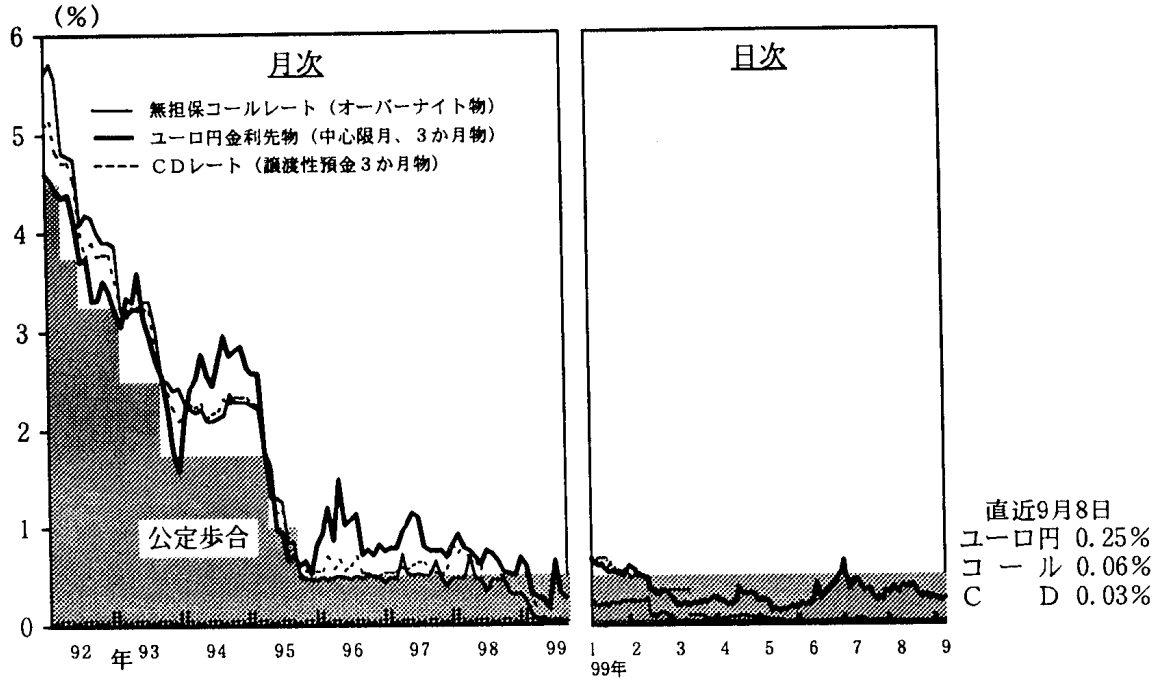
1995年9月以来の公定歩合0.5%という超低金利政策が長く続くなかで、1998年9月には深まる経済危機からの脱出に向けて、政策誘導金利（無担保コール翌日物金利²⁾）を0.5%から0.25%に引き下げた。この0.25%という極限的な低金利にあったにもかかわらず、さらに金融緩和を推し進めたのは、景気回復の切り札としての緊急経済対策特に大規模補正予算の財源のための赤字国債の増発などが、1998年末から1999年始めにかけて、長期金利の上昇をもたらすことによって、5四半期連続マイナス成長下の景気の先行きに対する不安感をかき立てたからである。長期金利の上昇は、切り札としての緊急経済対策の景気浮揚効果を帳消しにしかねないものであった。図表1に見られるように、長期国債流通利回り（10年物新発債）が98年末になるまでは1%未満という超低水準であったのが、年末以降急上昇して2月の初旬には2.0%を上回る程度にまで達した。

1999年度『経済白書』は、この長期金利の上昇について次のように分析している。「年末から年始の長期金利上昇の背景として、市場では①景況観の好転（過度の悲観論の後退）、②国債の需給悪化懸念、③財政赤字の拡大に伴う将来のインフレ・リスクについての懸念の高まり、④安全資産選好の落ち着き（flight to quality 要因の弱まり）などの点が」（104-5頁）、一般に指摘されたとしたうえで、次のように独自の要因分析をしている。「推計式により、ボトム98年11月～99年3月までの上昇幅をそれぞれの要因に分解してみる

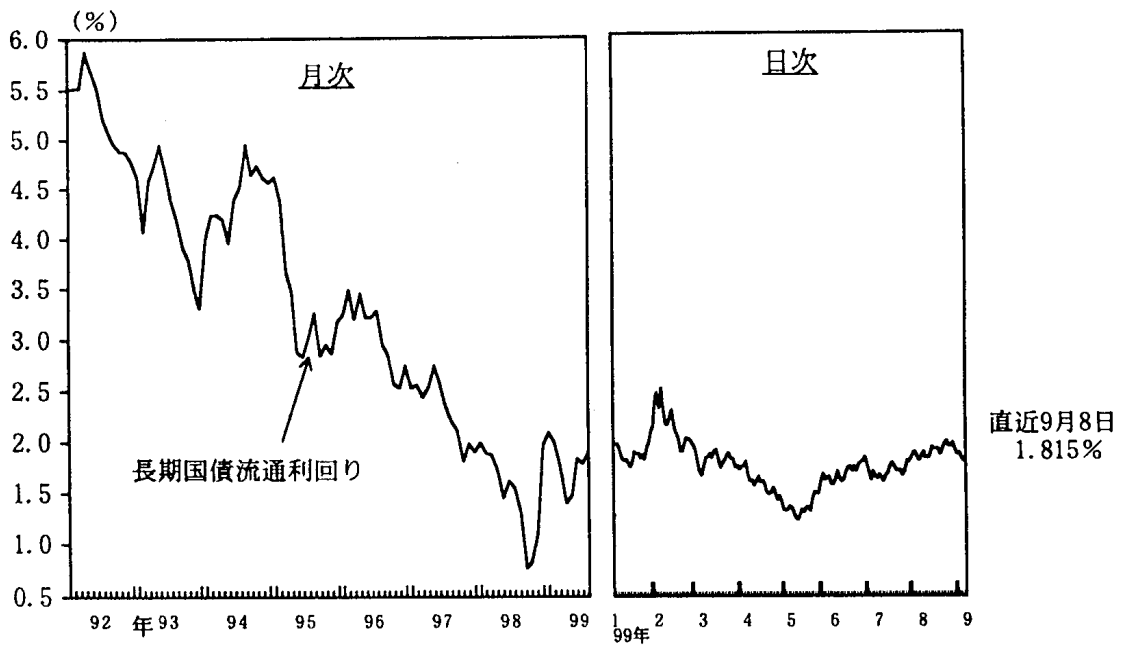
2) 引用文中の「無担保コールレート（オーバーナイト物）」や「オーバーナイト・レート」は、本文で使用する無担保コール翌日物金利と同じものである。

図表1 市場金利等

(1) 短期



(2) 長期



(注) 長期国債流通利回りは10年新発債。ただし、98/11月以前は10年上場最長期物。

(資料) 日本銀行，東京金融先物取引所，日本総合証券

[出所] 日本銀行『金融経済月報』（1999年9月）。

と、国債の発行増（利付き国債シ団引受分）による上昇分と、金融市場の落ち着きを反映した安全資産選好（flight to quality）要因の弱まりが大きく押し上げ要因となっており、实体经济面の下げ止まりもある程度の押し上げ効果を持ったと考えられる。」（105頁，下線は引用者，以下特に断らない限り同様）。さらに，「資金運用部の国債購入の減少が，長期金利上昇の一つのきっかけになった」（同上）可能性があるとしている。見られるように、『経済白書』は，安全資産選好要因と景気の下げ止まり要因を別にすると，国債増発と資金運用部の国債購入の減少という需給悪化が長期金利の上昇の主要原因と判断している。

2月12日の日銀金融政策決定会合議事要旨において，長期金利の急激な上昇に対して次のような懸念が表明されている。「長期国債の流通利回りは，再び上昇している。また為替相場は，足許，円高気味の展開となっている。株価も，こうした長期金利の上昇や円高の動きを受けて，軟調に推移している。これら相場の動きが，日本経済にとって，新たな不透明材料としてのしかかっている」（2/12, 4 of 13）³⁾。「金融面については，短期金融市場や企業金融面で一頃強まった逼迫感は，かなり後退してきているとの認識が概ね共有された。しかし，その一方で，1月末から再び上昇した長期金利や，円相場の高止まりについて，その動向を強く懸念する意見が相次いだ」（2/12, 5 of 13）。

さらに，同会合における審議委員の次のような指摘は，国債の需給悪化の質の分析として注目に値する。「財政の将来展望が非常に不透明であることや，投資家が長期債の価格変動リスクに警戒的となっていることが，長期金利の上昇と深い関わり合いがある——政府の財政赤字の対名目GDP比が10%を超えるような状況は，財政節度の観点からの臨界点をすでに越えている」（2/12, 6 of 13）。「こうしたなかで，短期金融市場や企業金融において逼迫感が後退してきている一方で，長期金利が上昇していることをどのように

3) 日本銀行ホームページからダウンロードしたものを使用した。数字は，（月／日，当該頁 of 総頁数）を示す。以下同様。

理解するかという観点から」(同上)、次の見解が提出された。「信用保証制度の拡充、金融システム建て直しのための公的資本投入などの諸施策によって、民間部門の信用リスクが政府サイドに転嫁され、その結果、財政赤字が将来的に拡大するリスクが意識されて、長期国債の金利が上昇したのではないか、——あわせて、長期金利がこのようなリスクファクターを理由に上昇していることは、景気に対してマイナスの影響を及ぼしかねないことを意味する」(同上)。

また、99年2月5日付けの『日本経済新聞』は、日本銀行の国債引き受けという「禁じ手」に関する論議が出てきたことを報道している。「ルービン米財務長官が日本に対して日銀の国債引き受けを含む金融の量的緩和を求めたことで、米国のマクロ政策面の注文は日本国内でも意見の大きく割れる政策領域に踏み込んできた。米政府が動き出したのは、日米の長期金利の連鎖的上昇や日本経済の先行きへの懸念を強めたためだ——特に日銀の国債引き受けが日本の長期金利上昇の抑制につながることを期待している」。「自民党の一部や民間などで、戦後『禁じ手』とされていた日銀による国債引き受け論が浮上してきた。大量の国債増発がもう一段の長期金利の上昇を招き、景気に悪影響を与えかねないとの理由からだ」。「日銀引き受け積極論はまだ一部にとどまる。宮沢喜一蔵相は四日、衆院予算委員会で『必要ない』と断言した。ただ、金利上昇が続いたり、景気が回復しなければ、本格的に議論のそ上にのぼる可能性がある」。

翌日の2月6日の『日本経済新聞』は、長期金利の上昇に対して「想定される主な金融緩和策」として次の9つの政策を掲げた。すなわち、①公定歩合引き下げ、②短期金利の低め誘導（無担保コール翌日物金利の誘導目標引き下げ）、③大量の資金供給（翌日物金利がゼロ%近辺まで低下しても容認する）、④預金準備率の引き下げ、⑤新発国債の引き受け、⑥既発国債の買い切りオペ増額、⑦資金供給手段（オペ）の拡充、⑧インフレ・ターゲティング（物価変化率の目標設定）、⑨マネタリー・ターゲティング（通貨供給量の目標設定）、である。このように、長期金利の上昇に対して、「禁じ手」を

含めて様々な対応策が、国の内外でかまびすしく論じられる状況があり、日銀の当局者の一言が長期金利の動向に作用する微妙な緊張した雰囲気は漂っていた。日本銀行が最も警戒しているのは、⑤と⑥である。「国債を新規に引き受ける考えは全く持っていない」と2月4日の参議院財政金融委員会で、日銀の速見総裁はきっぱりと言い切った(同上)。2月12日の金融政策決定会合は、このような緊迫した状況下で開催され、その決定は文字通り世界の注目を集めたのである。

その会合において、厳しい経済状況下での長期金利上昇に対して、何らかの追加的措置を採るか否かをめぐって意見がたたかわされた。まず、金融経済情勢に関する委員会の見方は次の見解に集約されていたといえよう。「昨年9月の金融緩和実施時点と現在の状況を比較して、(1)長期金利が1%程度上昇、株価はほぼ同水準、円相場が14~15%程度上昇、(2)企業収益も悪化し、雇用情勢も厳しくなるなど、民間経済の活動水準がさらに低下していると分析したうえで、これら資産市場の動向は、経済政策の総動員によってもたらされるプラスの効果を打ち消すような方向で一段のダウンサイドリスクとして働く判断せざるをえない」(2/12, 7 of 13)。「昨年秋以降の長期金利の上昇と円高は、実質 GDP を1%程度押し下げることになる——すでにデフレ的な状況に入っている日本経済に対してこのようなマイナスインパクトが加わると、状況は一段と厳しくなり、99年度の名目成長率は、かなりのマイナスになる危険性がある」(同上)。

このような状況判断を踏まえて、「当面の金融政策運営の基本的な考え方」について次のような検討を行っている。まず、共通認識として、「経済情勢について、緊急経済対策が本格的に実施されるにつれて景気の悪化には次第に歯止めがかかると見込まれるが、企業や家計の先行きに対するコンフィデンスは依然慎重であり、民間経済は低迷を続けているため、景気回復への展望は依然明確になっていない」(同上)点が、確認された。そして、多数の委員は、方法や実施時期などに関してニュアンスの相違はあるものの、「一段の金融緩和措置を検討する必要がある」(同上)との立場をとった⁴⁾。

具体的な政策では、国債引き受けは拒否し、国債の買い切りオペは従来の線にとどめるという見解で一致した。すなわち、「長期国債の買い切りオペについては、従来と同様、やや長い目で見ても、日銀券の増発額に対応させるという基本的な方針を維持する」(2/12, 8 of 13)。また、この基本方針に関連して「日本銀行のバランスシートの現状に言及して、長期国債のほかに、すでに預金保険機構向けの貸付残高が7～8兆円にのぼっていることを踏まえると、短期金融資産によるオペレーションを旨とする中央銀行の資産としては、これら長期資産の規模が限界に達している」という指摘があった。さらに、政府に対する注文として、「長期金利の上昇への対応としては、国債の発行体である政府が、小さな政府の実現にむけて真剣に取り組むことや、国債の発行額や発行期間の面での工夫などを重ねることこそが重要なのではないか」(同上) という見解も出された。

金融緩和措置の手法について、無担保コール翌日物金利を引き下げることが適当と多くの委員が判断したが、「その際には、(1)無担保コールレートがゼロ近傍まで低下した場合、短期金融市場の機能が低下するのではないか、(2)そうであれば、金利の引き下げ余地がさらに狭められるため、十分な効

-
- 4) ただし、次のような、態度留保や反対の立場もあった。「もう一人の委員は、大底圏にあるわが国経済について、何とか自律的な回復の展望が拓けていくようにすることが必要であるとの認識を示しつつも、さらに一段の金融緩和措置を講ずることに関しては、(1)長期金利の上昇や円高が实体经济にもたらす悪影響については、昨年11月後半以降、毎回かなり意識されてきたシナリオであり、この1か月で事態が急速に深刻化したとは必ずしも言い難い、(2)日本経済が求められていることは、サプライサイドの強化を、行政組織のスリム化や歳出の効率化といった公的部門の改革や、民間経済の構造調整などによって進めることである、といった見方を述べたうえで、その判断をいったん留保した」(2/12, 8 of 13)。「このような金融緩和方向の議論に対して、ある委員からは、家計は現状の低金利について強い不満を有しており、オーバーナイトレート0.25%が实体经济にどのような影響を及ぼしているかという意義を、まったく納得していないとの指摘があった。また、その委員も、悪化テンポが緩やかになっているとする今会合での实体经济判断と、議論の俎上にのぼってきた一段の金融緩和措置との間には、かなりのギャップがあるとの認識を示した。こうした認識を踏まえて、その委員は、資金提供者である預金者の立場も考慮して金融政策を運営しないと、国内の資金が低金利を嫌って海外に流出することにもなりかねないとして、低金利政策に対して反対する立場をとった」(同上)。

果を期待できなくなるのではないか」(9 of 13) という点が問題になった。そして、「これまで経験がないことだけに、具体的に金利がどの程度まで下がれば、短期金融市場取引が縮小するののかということの見きわめがつかないため、結局は、市場の状況をよく見ながら金利を徐々に引き下げていく以外に方法はあるまい」(同上) という判断に落ち着いた。

そして、「無担保コールレートの目標を当面0.15%前後にまで引き下げ、そこで市場の状況をみたくうで、金利をさらにゼロに近いところにまで下げていくことが適当ではないか」(同上) という具体案をめぐって討議した後、「複数の委員が、オーバーナイト金利の0.1%程度の引き下げ自体によって大きな効果が現れるとは期待できないが、そうした金利の引き下げを目指して流動性を潤沢に供給していけば、ターム物レートの低下などを通じて、金融機関の貸出スタンスやCPなどの直接金融市場へ効果が伝わり、結果として、企業金融面や实体经济活動にプラスの効果を期待できるようになるのではないか、との見解を示した」(同上)。

以上の論議を踏まえて、「日本銀行としては、先行きデフレ圧力が高まる可能性に対処し、景気の悪化に歯止めをかけることをより確実にするためにも、この際、市場金利を一段と引き下げ、金融政策面から経済活動を最大限下支えしていくことが適当である、との意見が大勢を占めた」(2/12, 10 of 13)。そして、「より潤沢な資金供給を行い、無担保コールレート(オーバーナイト物)を、できるだけ低めに推移するよう促す。その際、短期金融市場に混乱の生じないよう、その機能の維持に十分配慮しつつ、当初0.15%前後を目指し、その後市場の状況を踏まえながら、徐々に一層の低下を促す」(2/12, 11 of 13) という内容の金融市場調節方針が決定された(賛成8, 反対1)。

このように、当初は0.15%前後を目指すとしながらも、無担保コール翌日物金利をできるだけ低めに誘導するという、事実上の「ゼロ金利」を目指す政策が採用されたのである。この議事録を読む限りでは、「ゼロ金利政策」の採用は外部の政治的な圧力に屈したのではなく⁵⁾、主に景気の先行きに対する危機感から決断されたと判断できよう。

以下の注目点は、一層の金利低め誘導が具体的にどのように実施されていたのか、また、「ゼロ金利政策」⁶⁾が金融経済に対してどのように有効に作用したのか、さらに、その際、短期金融市場の機能と規模に対して悪影響が起きないのかどうか、などである。そして、95年9月以来の超低金利を更に一層極限まで推し進めた今回の「ゼロ金利政策」が持つ意味を解明したい。

(2) 「ゼロ金利政策」の実施状況

2月12日～2月25日においては、「ゼロ金利政策」の採用により、無担保コール翌日物金利は、前営業日（2月10日）までの0.20%台前半の水準から低下して0.10%前後で推移した(2/25, 1-2 of 10)。2月12日の金融緩和強化策後の動向をより詳細にみると、次のような興味深い金利の動きを示している。

「まず政策変更後の最初の営業日であった2月15日には、オーバーナイト・レートは0.15%で活発に取り引きされた後、日本銀行の積極的な資金供給姿勢を反映してさらに低下し、同日中の加重平均値は0.12%（前営業日は0.28%）となった。次いで、2月16日の記者会見における総裁発言（「ゼロでやっていけるならゼロでもいいと思う」）を受けて、翌2月17日は、オーバーナイト・レートの加重平均値は0.08%と、史上最低水準まで低下した。もともと、2月18日以降は、日本銀行の積極的な資金供給姿勢にもかかわらず、(1)出し手の一部が金利0.10%の普通預金に資金運用をシフトさせたことや、(2)月末の接近が意識される中で取り手の一部が資金確保姿勢を強めたことなどから、レートは0.11～0.13%程度で下げ渋る展開となっている」(2/25, 2 of 10)。

2月25日～3月12日においては、前回会合以降、金融緩和姿勢を一層強め

5) たとえば、「今年二月の長期金利上昇局面では、政治に押される形で『ゼロ金利』に踏み出した」（『朝日新聞』99年9月18日）という理解も存在する。

6) 方針内容に明記されているように、2月12日からすぐにこの時点での事実上の「ゼロ金利」であった0.03%を誘導水準にしたわけではないが、本文では2月12日に採用され、現在（99年9月）まで実施されている金融緩和策を一括して「ゼロ金利政策」と呼ぶことにする。

た結果、実質的に「ゼロ金利」にさらに近づいた。「前回会合以降、短期金融市場に対する資金供給スタンスをさらに強めた結果、オーバーナイト・レートは、3月4日には0.03%まで低下した。今積み期間（2月16日～3月15日）の平均レートは、前営業日（3月11日）までで0.08%となっているが、そのうち資金供給スタンスを一層強めた2月26日以降の平均レートは、0.06%まで低下している」（3/12, 1-2 of 10）。「前回会合以降の金融調節と短期金融市場の反応を詳しくみると、3つのステージに分けることができる。第1のステージは2月26日～3月1日である。この時期は、短期金融市場に対する資金供給額を増額したが、月末月初の決済資金需要が強く、また生保などの資金運用サイドが普通預金金利（0.1%）との関係を強く意識してオファーレートを0.1%台に堅持したため、レートは0.09～0.10%で下げ渋った。第2のステージは、月末・月初要因が剥落し、資金の繁忙感が和らいだ3月2～4日である。金融調節で資金供給額のさらなる拡大を図ったところ、市場は日銀のゼロ金利を目指す姿勢を改めて確認するかたちとなり、オーバーナイト・レートは0.03%まで低下した。この間、ターム物金利や長期金利がオーバーナイト・レートの動きを受けるかたちで低下したほか、株価も上昇した。こうした中で、オーバーナイトの取引は急速に縮小した。これを踏まえて、その後の第3のステージでは、積み上幅を幾分抑え気味に運営した。この結果、オーバーナイト金利はやや強含み気味となったが、水準としては引続

図表2 普通預金金利
(単位：年%)

月日	金利
1999/1/1-3/21	0.10
3/22-6/6	0.08
6/7-7/11	0.07
7/12-8/1	0.06
8/2-9/3	0.05

[出所] 日本銀行『金融経済統計月報』のデータをもとに作成。

き0.05%以下のきわめて低いレベルで推移している」(3/12, 2 of 10)。この時期の普通預金金利は0.1%であったにもかかわらず(図表2), 第2ステージ以降なせ0.03%あるいは0.05%以下の水準まで無担保コール翌日物金利が低下したのかについての明確な分析が見られない。金融調節で資金供給額のさらなる拡大を図ることにより「ゼロ金利政策」の効果を浸透させ、普通預金へのシフトによりコール翌日物の取引が収縮しながら、無担保コール翌日物金利の実質ゼロ%への低下が実現しつつある段階であった。

「オーバーナイト・レートがゼロ近傍まで低下したあとの金融調節の留意点としては、次のような点が挙げられる。第1に、コール市場取引が、ダイレクト・ディール(短資を介さない当事者間の直接コール取引)や普通預金にシフトしているため、コール市場残高が2月12日以前と比べると2割弱減少している。これまでのところ、資金調達サイドは調達手段の多様化を図っており、資金決済などに支障は生じていない。しかし、金利が現在の水準まで低下してからまだ日が浅く、また、市場取引が縮小する中でこれから年度末に向かうことを踏まえると、オーバーナイト金利の定着度合いと、それに伴う市場の動きを引き続きよくフォローしていく必要がある。第2に、オーバーナイト金利がゼロ近傍まで低下した状況の下で、日本銀行の資金供給オペに対して、市場参加者が実際にどの程度応じてくるかが読みづらくなっている」(同上)。日本銀行の潤沢な資金供給により無担保コール翌日物金利は着実に低下したが、同時に、コール市場残高の減少と機能の低下が現実の問題になってきた。

3月12日～3月25日。「新積み期入りとなった3月16日以降も、積み上幅(=翌営業日から積み期間の最終日まで積み続ければ所要準備をちょうど満たすことになる金額)に対して、当日為決時点<通常17時、準備預金制度上の計算時点>の準備預金額がいくら上回ると見込まれるかを示す金額、日本銀行が朝方の調節時点で予想したもの」を1兆4千億円～1兆5千億円前後と大幅なものとする調節を連日実施し、レートの低位安定に努めている。この結果、オーバーナイト・レートは、このところ0.03～0.04%前後で推移している。

この水準は、短資会社の仲介手数料を勘案すると、市場取引において到達するほぼ最低レートとみることができると、オーバーナイト・レートは実

図表3 準備預金積立て状況等 (1999年9月分)

(単位：億円)

	積み期間中の累計額 (積数) (当月16日～翌月15日)				積み最終日 (翌月15日*)			
	準備預金制度の適用先			非適用先** の日銀当座 預金残高	準備預金制度の適用先			非適用先** の日銀当座 預金残高
	準備預金 残高 A	所要準備 B	A - B		準備預金 残高 C	所要準備 D	C - D	
97年 4月	1,009,800	1,007,940	1,860	2,152	31,710	31,176	534	56
5月	1,049,722	1,045,413	4,309	1,805	31,586	30,483	1,103	307
6月	1,023,960	1,021,050	2,910	850	30,366	29,883	483	32
7月	1,063,734	1,061,998	1,736	1,099	31,797	31,197	600	304
8月	1,066,555	1,064,230	2,325	1,365	34,540	34,164	376	28
9月	1,029,180	1,026,090	3,090	1,504	32,401	31,647	754	307
10月	1,063,362	1,054,713	8,649	962	33,869	33,341	528	82
11月	1,085,790	1,042,050	43,740	50,647	30,449	24,160	6,289	4,133
12月	1,116,899	1,101,678	15,221	9,584	29,778	28,328	1,450	160
98年 1月	1,112,125	1,104,034	8,091	5,310	30,139	29,224	915	390
2月	999,264	995,372	3,892	3,175	28,768	27,966	802	191
3月	1,108,126	1,096,253	11,873	8,005	30,513	29,628	885	410
4月	1,064,760	1,061,460	3,300	2,379	30,924	30,121	803	62
5月	1,117,085	1,111,660	5,425	1,974	32,009	30,687	1,322	384
6月	1,104,000	1,078,860	25,140	7,092	30,829	29,535	1,294	415
7月	1,137,545	1,120,588	16,957	2,436	31,010	29,409	1,601	365
8月	1,147,713	1,128,834	18,879	9,422	33,939	31,058	2,881	3,625
9月	1,109,460	1,083,480	25,980	9,467	33,360	30,304	3,056	2,559
10月	1,222,609	1,118,511	104,098	16,854	34,452	32,351	2,101	3,450
11月	1,119,960	1,099,380	20,580	7,879	42,593	38,239	4,354	5,659
12月	1,184,820	1,163,399	21,421	13,955	35,874	32,547	3,327	4,733
99年 1月	1,179,550	1,165,910	13,640	17,385	42,497	38,330	4,167	4,774
2月	1,093,204	1,051,848	41,356	63,510	41,646	36,141	5,505	1,899
3月	1,300,698	1,190,648	110,050	152,766	43,357	35,318	8,039	5,985
4月	1,244,910	1,149,540	95,370	143,185	43,208	36,295	6,913	7,222
5月	1,297,474	1,201,374	96,100	126,446	47,064	41,219	5,845	6,856
6月	1,263,600	1,157,070	106,530	117,657	45,855	39,249	6,606	3,465
7月***	1,296,000	1,200,200	95,800	192,300	44,700	40,600	4,100	5,900
8月***	1,266,300	1,197,100	69,200	224,200	43,500	37,100	6,400	4,900
9月***	1,220,700	1,154,300	66,400	173,200	39,200	35,200	4,000	6,100

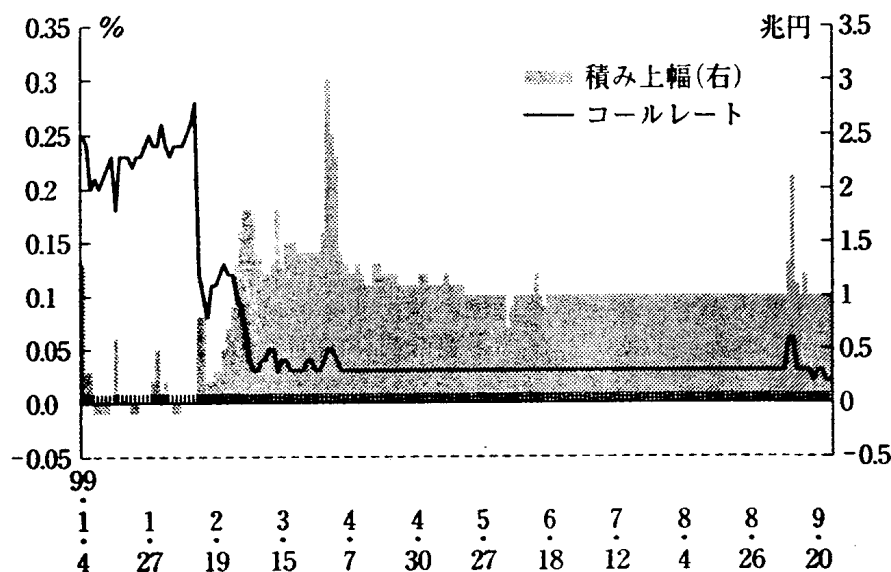
* 15日が休日の場合は前営業日。

** 証券会社、証券金融会社、短資会社等。

*** 速報値。

[出所] 日本銀行ホームページ。

図表4 コールレートと日銀の調節



〔出所〕『金融財政事情』1999年10月4日号 36頁。

質ゼロ%の水準で落ち着いて推移していると言える」(3/25, 3 of 12)。「積み上幅」を1兆4～5000億円まで大幅に増加するというアグレッシブな姿勢を示すことによって、金利水準を実質ゼロまで引き下げた点が注目される。月別の過剰準備と非適用先の日銀当座預金残高も3月以降激増していることは、図表3と4に明確に現れている。

3月25日～4月9日。「前回会合以降、期末・期初の資金決済需要が高まる局面では、大量の資金供給を実施してきた。この結果、期末・期初のオーバーナイト・レートは、0.03～0.05%とこの時期としては例年にない落ち着いた推移となった。今積み期間（3月16日～4月15日）のオーバーナイト・レートの平均値は、前営業日（4月8日）までで0.03%となっている」(4/9, 1-2 of 10)。年度末前後の資金の繁忙局面における政策の実施状況は次のようであった。「3月30日は、資金決済需要の高まりに加え、外銀が預金保険機構向け貸出のための資金調達を積極化させたことが目立った。これを受けて日本銀行が資金供給額を拡大した結果、当日のオーバーナイト・レート（加重平均）は0.04%となった。3月31日は資金の繁忙感が一段と強まったため、準備預金の積み上幅を昨年6月30日以来の3兆円とする大規模な資金供給を実施した。この結果、オーバーナイト・レートは0.05%と小幅の上昇に止ま

った。4月1日も、朝方から大量の資金供給(積み上幅2.2兆円)を行ったが、都銀等が期末越え資金の期落ち分の確保に努めたことなどから、オーバーナイト・レートが0.05%を超えて上昇する気配を示したため、昨年12月15日以来の日中の追加供給オペを実施した。今週(4月5日週)に入ってから、期末・期初要因も剥落し、市場は一転して取り手優位の展開となっており、金利も再び低下している。」(4/9, 2 of 10)。年度末前後の資金の繁忙局面において、大規模な資金供給を行うことで、無担保コール翌日物金利を0.05%程度に抑制したことは、日本銀行の能動的な金利コントロールが有効であったことを示しているといえよう。ただし、0.03%にまで下げることができなかった点も注目すべきである。積み上幅の拡大や日中の追加オペなどの日本銀行の積極的な政策遂行が、市場参加者の心理に影響して取引金利の抑制につながったと考えられる。

4月9日～4月22日。「前回会合以降の短期金融市場は、日本銀行がこうした調節方針のもとで引き続き潤沢に資金を供給したことと、総裁が先日(4月13日)の記者会見で『デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になるまではオーバーナイト・レートを事実上ゼロ%で推移させ、そのために必要な流動性を供給していく』と発言したことを受けて、一段と落ち着いた展開となった。オーバーナイト・レートの毎日の加重平均値は一貫して0.03%で推移している。また、最近では、日々のオーバーナイト取引の大部分が、日本銀行による定例オペの通告(通常9時20分頃)を待たずに約定されるようになっており、資金の運用サイド、調達サイドの双方とも、オーバーナイト・レート0.03%を、あたかも当然の前提として、日々の資金取引を行っているように見える」(4/22, 1-2 of 9)。4月13日の総裁発言が日銀の政策姿勢を明確にアナウンスして、無担保コール翌日物金利0.03%が取引の前提になるほどの「ゼロ金利政策」の定着に大きく貢献した点が注目される。

4月22日～5月18日。政策実施の「結果、オーバーナイト・レートは、4月末から5月初にかけての主要行の資金調達が増加した時期も含めて、連日0.03%と、仲介手数料を勘案すると事実上ゼロ%の水準で、安定的に推移し

た」(5/18, 2 of 10)。

5月18日～6月14日。「この間、積み上幅を1兆円～1兆1千億円とする調節を実施し、オーバーナイト・レートは、連日0.03%と、仲介手数料を勘案すると事実上ゼロ%の水準で、極めて落ち着いて推移した」(6/14, 2 of 10)。また、「6月4日には、日本銀行の買入手形オペオファー額2千億円に対する落札がゼロとなったほか、同7日には、短期国債買いオペオファー額2千億円に対して落札額がこれを約740億円下回り、いわゆる『札割れ』が生じた。もっとも、これらはオーバーナイト金利をはじめ、市場の地合いには全く影響を与えなかった」(同上)。「札割れ」は、ベースマネーを市中の資金需要と無関係に増やすことができないという当然の事実を示し、改めて金融政策の限界を示しているともいえよう。そして、「6月10日に公表された本年1～3月期の国内総生産(GDP)速報値が市場の予想を上回ったことなどから、日本銀行によるゼロ金利政策が近いうちに転換される可能性もあるとの思惑が市場に生じ、6か月物や1年物といったやや長めのターム物金利が幾分反発をみている」(同上)。この公表GDPの意外な高成長は、金利に対して大きなインパクトを持ち、市場参加者の予測に影響することを通じて、金利に上方バイアスを与えることになった。

6月14日～6月28日において、結果的には、「短期金融市場では、オーバーナイトレートが連日0.03%で推移し、ターム物金利も横這い推移となるなど、安定した動きが続いた」(6/28, 1-2 of 9)。少し詳しく見ると、「1～3月GDP統計が発表(6月10日)されたあと、市場では、ゼロ金利の解除が早まるのではないかとの見方が台頭し、ユーロ円金利やTB金利などのターム物金利が強含んだ。しかし、日本銀行が潤沢な資金供給を続けたことや、総裁が『デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になるまで、現在の金融緩和スタンスを続ける』旨を確認した(6月16日)ことから、市場では、次の短観(7月5日発表予定)を含め、経済動向をよくみきわめる必要があるとの雰囲気が強まった。このため、その後のターム物金利は横這い推移を辿った」(同上)。

「このような短期金融市場の金利感の変化に関連する特徴点として、以下の

ような動きを挙げることができる。第1に、資金の運用サイドでは一頃、ゼロ金利長期化見通しを背景に、ターム物への資金放出を強めていたが、ここにきてこうした姿勢が慎重化した。この結果、都銀等の資金調達サイドでは、ターム物による調達が減少し、オーバーナイト調達のウェイトが上昇している。第2に、一時強まったTB、FBへの運用ニーズも落ち着き、例えば、FBの公募入札の平均落札レートも上昇している（6月9日：0.026%→6月23日：0.042%）。第3に、資金供給オペの落札レートも幾分強含んでおり、一時札割れしたこともあったオペの集玉状況は、金利の上昇とともに改善してきている」（同上）。GDP統計の改善をきっかけにターム物金利が一時強含んだが、総裁発言などを受けて横這いに推移するようになった。ここにきて、市場の基調自体に変化が生じつつあるといえよう。

(3) 短期金利の低下とターム物金利への波及

2月12日～2月25日。短期金利のターム物金利への波及効果が次のように確認された。「この間、ターム物金利の変化をユーロ円 TIBOR でみると、政策変更前（2月12日）から昨日（2月24日）までの間に、1か月物は-0.19%、3か月物は-0.21%と、それぞれオーバーナイト・レートを上回る幅で低下した」（2/25, 2 of 10）。

今回の金融緩和措置がタームものを含む短期金融市場にもたらした変化を次のようにまとめている。「第1に、オーバーナイト・レートが、普通預金金利0.10%にブローカー手数料を加えた水準を下回ると、短期資金の出し手は、生損保を中心に、資金をオーバーナイト・コール市場から普通預金にシフトさせる傾向がみられる。このため、普通預金の金利水準が、差し当たってオーバーナイト・レートのアンカーになっているように窺われる。第2に、オーバーナイト・レートが今後ゼロまで低下するという予想から、資金の出し手はターム物での運用を増やしており、これらの金利が低下するという形で金融緩和措置の効果が現れている。第3に、金融機関毎の積み進捗率の格差が大きくなってきている。これは、資金の取り手は、普通預金へのシフト

の動きなどからオーバーナイト・レートが急速に低下していく状況にはないとみて、0.12~0.13%程度で早めの資金確保に動いているが、一旦取り遅れてしまうと、コール取引の減少等を反映して、午後の市場で調達しにくくなる傾向がみられるためである」(同上)。

貸出金利の動向について、委員から次のような評価が出された。「少なくともこれまでのところ、プライムレートが長期、短期とも据え置かれたままであることが指摘され、今回の金融緩和の効果は企業金融面には及んでいないとの見方が述べられた。もっとも、この点については、別の複数の委員から、今後オーバーナイト・レートの低下をさらに促していけば、普通預金金利にも低下圧力がかかるはずであり、そうなれば短期プライムレート、したがって貸出金利にも、金融緩和の効果が波及していくのではないかとの見解が示された」(2/25, 4 of 10)。

2月25日~3月12日。「短期金融市場では、2月12日の日本銀行による一段の金融緩和措置を受けて、オーバーナイト金利、ターム物金利がいずれも大幅に低下した。——長期債市場では、神経質な地合いのなか、短期金利の動きを受けるかたちで、長期金利が低下している」(3/12, 3 of 10)。このようにこの時期には、短期金利→ターム物金利→長期金利という順の金利低下の波及が確認されている。

3月12日~3月25日。「まず、金融市況については、(1)オーバーナイト金利がゼロ%近傍にあること、(2)ターム物金利が低水準で推移し、ジャパン・プレミアムもほぼ解消した状態にあること、(3)長期金利が低下していること、(4)株価も堅調な動きを示していること、(5)円相場は120円前後で安定していることなどを挙げて、3月以来の好ましい状態が持続しているとの指摘が多く出された」(3/25, 4 of 12)。これに対して、「別のひとりの委員からは、今回の金融緩和策の効果がよく現れている背景としては、(1)2月12日の政策変更が市場にとって予想外であったこと、(2)2月25日以降の調節スタンスがアグレッシブかつスピーディーなものであったこと、などを挙げることができるが、そうした効果も時間の経過とともに、着実に薄れていく

性格のものであるとの指摘があった」(同上)。この後者の「ゼロ金利政策」の効果は一時的であるという指摘が必ずしも正しくなかったことは、その後の経過が示している。

3月25日～4月9日。前回会合以降2週間の市場の動きの中では、次の3点が注目されるという。「第1に、オーバーナイト・レートが事実上のゼロ%まで低下したもとの、資金の運用サイドは少しでも高い金利を求め、資金をコールローンからCPやレポ、あるいは期間長めのタム物への運用へと振り向ける動きが目立っている。また、格付けがやや低めの社債の購入も増やしている模様であり、流動性リスクと信用リスクに対する取り組み姿勢が幾分前傾化してきているように窺われる。第2に、コール市場残高は、年度末にいったん回復したが、今週(4月5日週)に入って再び大きく減少している。期末の市場残高の回復は、生保がソルベンシー・マージン比率(生保などの経営の健全性の度合いを把握する指標。通常の予測を超えて発生するリスクに対してどの程度の支払余力を有しているかを示すもの。)の計算を意識して一時的に資金の運用替えをしたこと(普通預金からコールローンへのシフトバック)によるところが大きく、コール市場残高の減少基調自体には変化はないものとみられる。第3は、日本銀行が短期金融市場に大量の資金を供給しても、都銀など大手行は超過準備を保有しないスタンスを維持しており、準備預金非適用先である短資会社等の日銀当座預金口座に資金が滞留する傾向が続いている」(4/9, 2 of 10)。市中銀行にとって超過準備は文字通り無駄であり、信用不安のある市中銀行をのぞき、超過準備を持つインセンティブは存在しない。このことが都銀などの大手行のパフォーマンスに現れている。中央銀行の資金供給が市中の信用創造を増加させず、従ってまた、マネーサプライの増加も導かないことが明確に読みとることができる。他方、第1点に述べられているように、資金運用サイドのリスクへの取り組み姿勢が幾分前傾化して金利選好が強まり、資金をCPやレポさらには期間長目のタム物へと振り向ける動きが、「ゼロ金利政策」の効果を徐々にではあるが金融市場全般に広げる媒介の役割を果たすものと考えられる。

4月9日～4月22日。この期間の市場の動きの中では、次の3点が注目としてあげられる。「第1に、ターム物金利が一段と低下している。前述の総裁発言が、ゼロ金利の長期化予想を醸成し、こうしたターム物金利形成をもたらしている。第2に、コール市場残高の減少ピッチが緩やかになってきている。もっとも、一部の外銀では午後3時以降の取引が極端に細ることをオペラビリティの低下として憂慮しており、引き続き注意を要する。第3に、金利ゼロ%のもとで資金の運用サイドは、運用対象としてTB, FBに対する関心を高めている。このため、発行時における入札が過熱気味となっており（TB1 年物入札応札倍率9.94倍<4月14日>, FB3 か月物入札同7.49倍<4月21日>）、TB, FBの流通レートも低下している」（4/22, 2 of 9）。「デフレ懸念の払拭されるまで、『ゼロ金利政策』を続ける」という総裁発言がターム物金利を低下させると共に、潤沢な資金供給のもとで、有り余る資金を少しでも有利な投資先に振り向けるための動きが活発化していることが見て取れる。

4月22日～5月18日。長目のターム物金利の低下が一層進み、「ゼロ金利政策」の効果が、前述の総裁発言などを契機にさらに浸透した。「ターム物金利は、とくにゴールデン・ウィーク後、一段と低下した。とりわけ、6か月物や1年物など、ターム物金利の中でも比較的長めのものが大きく低下して、1年物辺りまでのイールド・カーブがさらにフラット化した。このように、最近になって、ターム物金利が再度低下している背景としては、（1）主要行の資金ポジションが、預金の流入と貸出の伸び悩みから改善していること、（2）普通預金を含めた預金金利の再引き下げに対する思惑が市場で台頭したこと、（3）『デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になるまでは、現在の金融緩和スタンスを続ける』という総裁発言（4月13日）が市場で強く意識され、流動性リスクや金利リスクへの警戒感が一段と薄れたこと、などが挙げられる」（5/18, 2 of 10）。

5月18日～6月14日。「ターム物金利は、日本銀行による現在の金融緩和政策がしばらく続くとの見方のもとで、前回会合時以降、一段と低下している。

ジャパン・プレミアムも引き続きほぼ解消された状態にある。また、国債と民間債（金融債，社債）の流通利回りスプレッド（クレジット・スプレッド）も縮小してきており，市場参加者の信用リスクテイク姿勢は，徐々に前向きになってきている」(6/14, 3 of 10)。このターム物金利の低下傾向に対して，長期金利は上昇傾向に転化した。「長期国債流通利回りは，補正予算論議やそれに伴う国債の需給悪化懸念の台頭をきっかけに，5月下旬以降上昇に転じ，最近では1.6～1.7%程度での推移となっている」(同上)。

6月14日～6月28日。前節でも述べたように，6月10日の第1四半期GDP統計が年率9%という事前の予想を大きく上回る上昇率を示したことが，景気予想の流れを大きく変化させて，ターム物金利の地合いにも影響することになった。「まず，TBのイールドカーブは，1～3月GDP統計の発表前に0.02%レベルでフラットとなっていたが，ごく最近では，3か月物が0.04%，1年物が0.07%と，幾分スティープ化し，上方にシフトしている。これまでは，市場の見通しが景気悪化（または金利低下）方向一辺倒で，目先1年間程度の金利上昇リスクをほとんど意識していなかったが，最近の動きは，そうしたリスクに対しても目配りが始まったことを示唆しているものとみられる」(6/28, 3 of 9)。また，長期金利も幾分高めに変化することになった。「長期金利も1.7%台まで上昇し，4月初めの水準になった。ただ，長期金利が一気に上昇するような地合いではないし，株価が堅調であることも踏まえると，これまでのところは，实体经济や金融市場に攪乱的な影響を及ぼすようなものではないと判断される」(同上)。

以上に明らかなように，潤沢な資金供給を伴う「ゼロ金利政策」は，市場参加者の予測を変化させることを通じて，短期金利だけではなくて中長期のターム物金利にも影響を広げ，さらには長期金利にも作用することを示した。ただし，市場参加者の予測の変化は金利政策だけに影響されるのではなく，景気動向など他の多様な要因に反応するので，「ゼロ金利政策」の限界も同時に認識されなければならないことが確認された。

(4) 長期金利と政策

ここでは、まず、長期金利（長期国債の流通利回り）が金融緩和措置以前に比べて低下した点を巡る議論を検討しよう。「ある委員からは、金融緩和措置に伴うターム物金利の低下が、イールドカーブの中期ゾーンまで及んだ可能性があるとしながらも、実際に長期金利が低下したタイミングからみると、基本的には、金融緩和措置よりも、国債発行のあり方等に関する政府の発表（2月16日）——（1）年限別発行額の振り替え、（2）資金運用部による市中買い入れの再開——の方が、長期金利低下をもたらしたより大きな要因だったのではないかとの見方が示された」（2/25, 4 of 10）。これに対して、「別の委員からは、（1）短期金利から中期ゾーンへの波及効果にもう少しウェイトをおいてみてよいのではないかという点と、（2）長期国債の買い切りオペを不変に保つという日本銀行のアナウンスメントが、少なくとも市場に悪い影響をもたらしていないとみられる点が、指摘された」（同上）。

2月25日時点においては、前者の評価の方が現実的であったように思われる。国債の増発と資金運用部による国債の市中買い入れの停止が、長期金利上昇の契機であったことを考慮すると、国債の年限の多様化や資金運用部による市中買い入れの再開が長期金利に大きな影響を与えたことは想像に難くない。しかし、後者の見解は事後的に見て、先見の明があったと評価できる。図表1の長期金利の日次のグラフに見られるように、短期から中期そして長期という金利の波及が、その後明らかになっていったからである。また、長期国債の買い切りオペの増額の拒否が日本銀行の独立性を維持し、断固たる姿勢を示したという点で評価でき、このことが市場にも悪影響を与えることなく受け入れられたことは留意されるべきであろう。後日、国債の需給要因と「ゼロ金利政策」の効果の両方を見逃すべきではないという指摘が、3月12日時点で行われている。「このうちのひとりの委員は、長期金利が2月初をピークに低下してきたことに関して、これまでは、金融緩和措置よりも、国債の発行年限の見直しや資金運用部の買い入れといった需給要因のほうが効

果があったとみていたが、最近の長期金利の低下をみる限りは、金融緩和措置に対する反応も大きく、需給要因と金融緩和効果の双方が長期金利の低下につながったと解釈することが適当なのではないかといった趣旨の発言を行った」(3/12, 4 of 10)。

次に長期金利の決定要因について見解が表明された。「別の委員からは、(1)長期金利の決定要因としては、やはり経済・物価情勢に対する市場の通しがドミナントであること、(2)ただ、このところは、国債の大量発行に関する展望が明確でないことに基づくリスク・プレミアムも影響しているとみられること、などが指摘されたうえで、当面は両要因が合わさって長期金利がどのような水準に落ち着いていくかを、なお見きわめる必要があるとの見方が示された」(2/25, 5 of 10)。

この見解と基本的に同様の立場から、4月22日に長期金利の変動について次のような分析を加えている。「ひとりの委員は、昨年暮れから2月にかけての金利上昇と、その後最近に至るまでの低下をもたらした要因について、一応の解釈を示した。その委員は、まず中長期の期待成長率や期待インフレ率を長期金利の変動要因とするオーソドックスな考え方について、これらは数か月の間に大きく振れるようなものではないため、この間の説明要因にはなりにくいとの判断を示した。そのうえで、昨年来の長期金利の変動にはリスクプレミアムの変化の方が強く影響したと考えられるが、その場合でも、さらにそうしたリスクプレミアムの変動をもたらした要因が何であったかということになると、なかなか決め手に乏しいとした。しかし、あえて述べれば、第1に、公的資本投入の決定を機に、金融機関のリスクテイク能力やリスクテイクに対する姿勢が変化して、前向きなものに変わったこと、第2に、オーバーナイト金利をゼロ%まで誘導したこと、などが長期債保有にかかわるリスクプレミアムの低下につながった面があるのではないかとの指摘を行った」(4/22, 4 of 9)。長期金利は様々な要因により運動するので、この時期の長期金利の変動要因を簡単に示すことは困難であるが、ここで指摘されている2点は妥当な要因であるといえよう。

6月には99年第1四半期GDP統計が年率9%という事前の予想を大幅に上回ったことから、政策修正予想が浮上し長期金利が上昇した。「まず、多くの委員は、足許で生じている経済の小康状態や若干の改善は、金融市場の好環境によるところが大きいとの認識を示した。そのうえで、こうした金融面での好環境を維持するためにも、現在の金融緩和を継続していくことが重要であると主張した」(6/28, 6 of 9)。さらに、「このうち何人かの委員は、市場におけるゼロ金利政策の修正予想が、足許の長期金利や円相場にも影響を及ぼしていることを踏まえると、ここで現在の金融緩和姿勢を堅持することの重要性は一層高まっているとの見解を示した」(同上)。

そもそも、長期金利の上昇が、景気の先行きに不安を投げかけたことが、「ゼロ金利政策」の導入のきっかけであった。この長期金利の一時的上昇の沈静化は、直接的には国債の需給関係の調整(国債発行期間の多様化と財投資金の投資対象に戻す)により影響を受けた部分が多い様に思われる。もちろん、潤沢な資金供給により、「ゼロ金利政策」が継続されることをメッセージとして市場参加者が受け止めている間は、無担保コール翌日物金利→ターム物金利→長期金利という連鎖的な金利の低下は生じうる。この意味で、「ゼロ金利政策」が長期金利に作用している側面があるのであるが、景気回復の兆候などから生じるさまざまな思惑から長期金利は独自に変動しうるものであり、その都度新たな対応を日本銀行は迫られるのである。このように「ゼロ金利政策」と長期金利との関係は必ずしも決定的ではなく、日本銀行の金融政策は長期金利に影響しうるけれども、自由にコントロールできるわけではない。

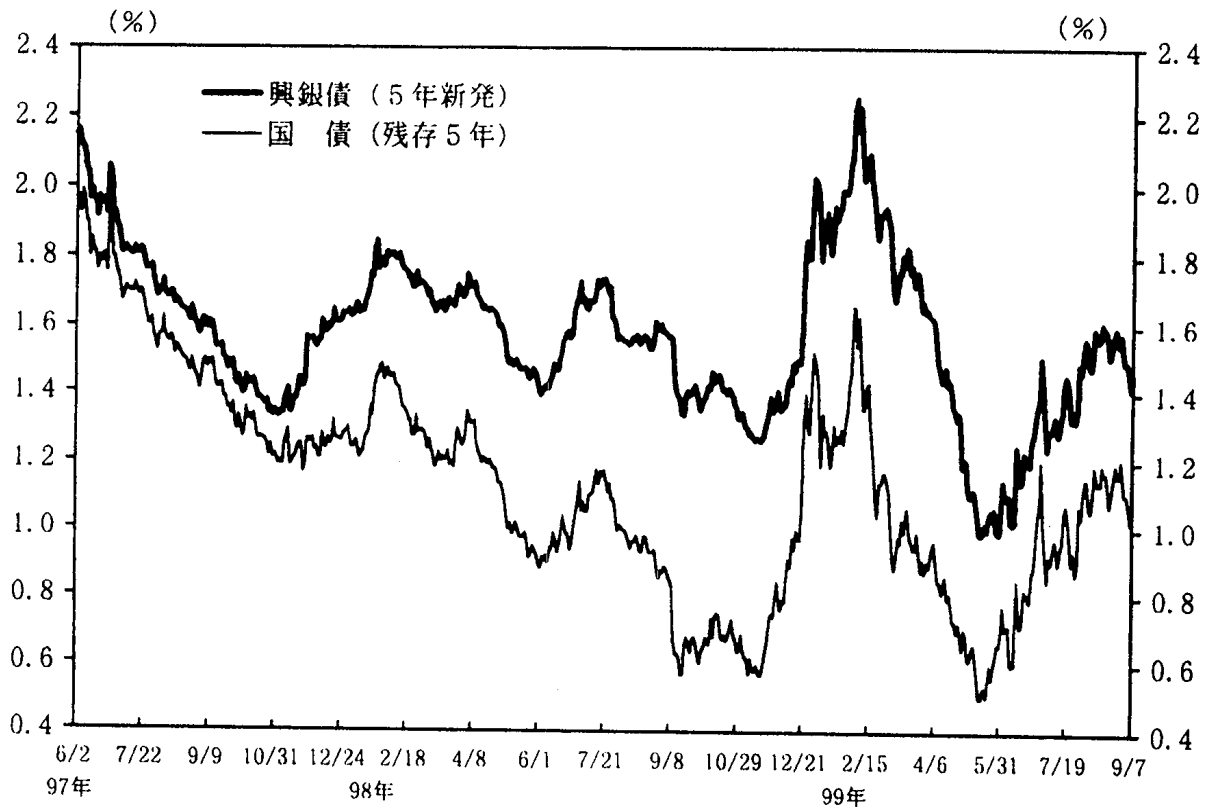
(5) 「ゼロ金利政策」の暫定的評価

本節では、主要金融経済指標の動向をフォローしたうえで⁷⁾、現時点(99年9月上旬)における「ゼロ金利政策」の評価を試みる。

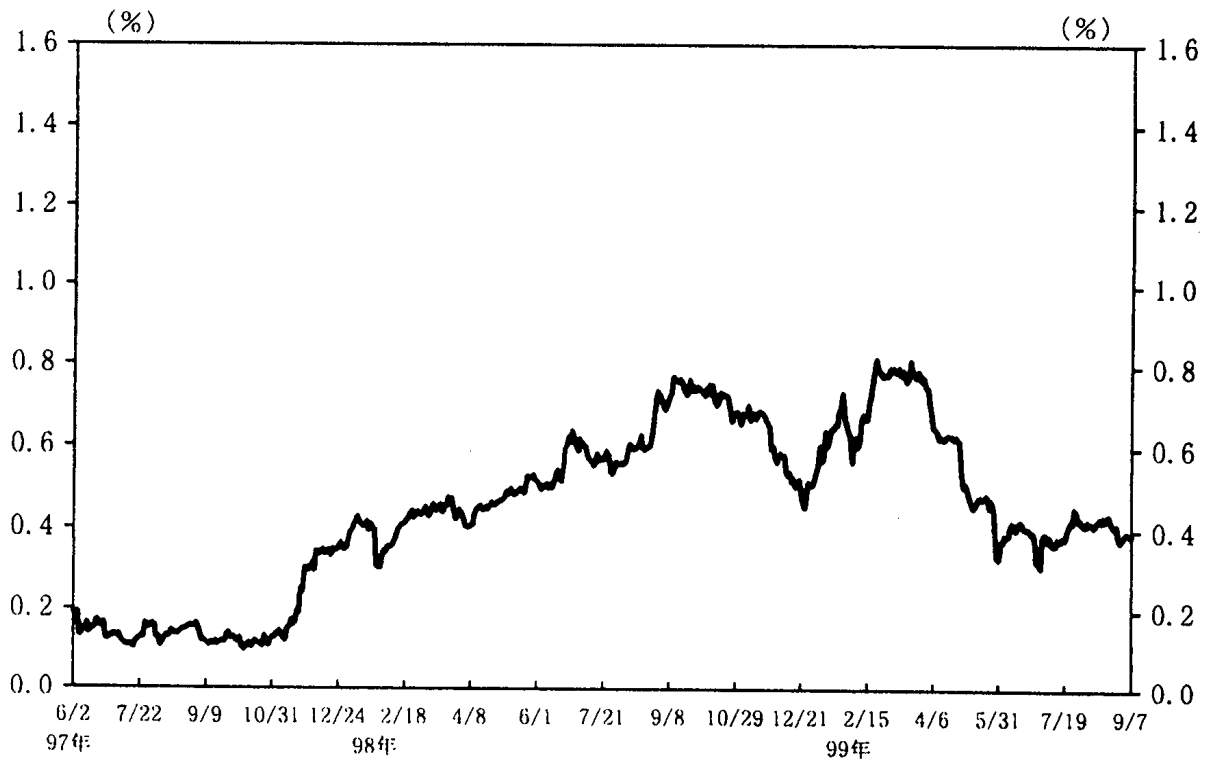
7) 特に断らない限り、『日本銀行調査月報』・『金融経済統計月報』・『金融経済月報』のデータを使用した。

図表5 金融債流通利回り

(1) 流通利回り



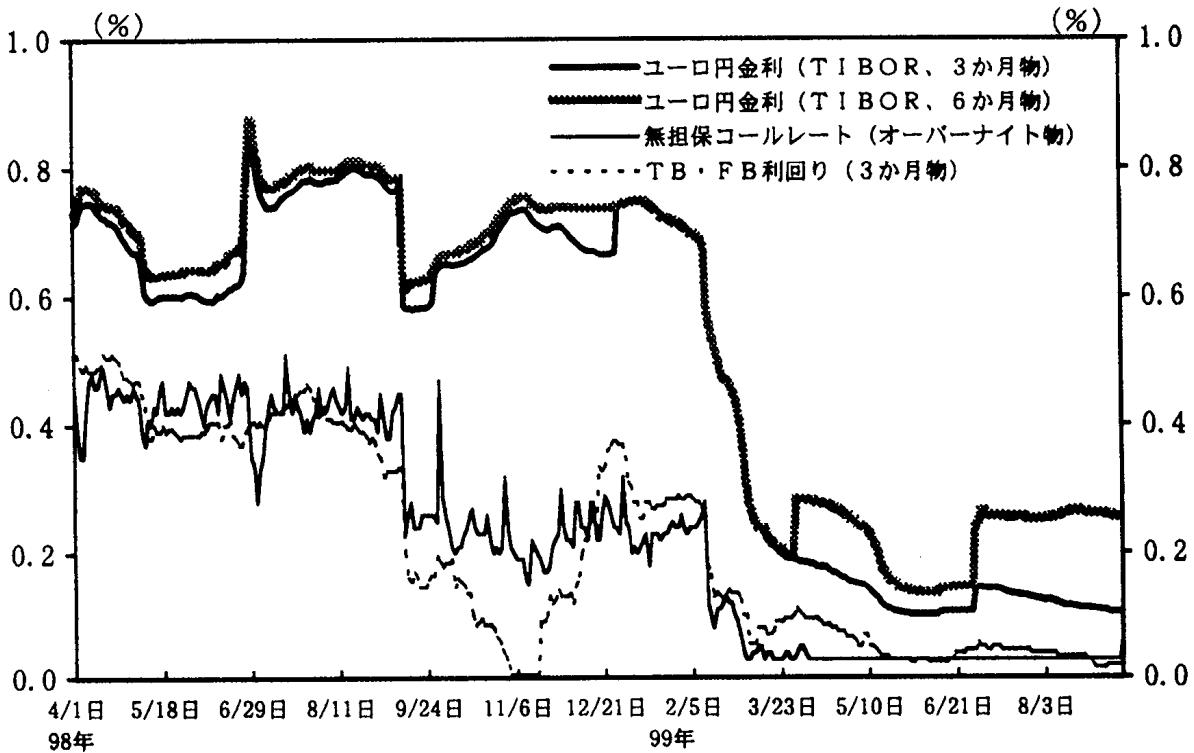
(2) 利回り格差 (新発興銀債流通利回り—国債流通利回り)



(資料) 日本証券業協会「公社債店頭(基準)気配表」

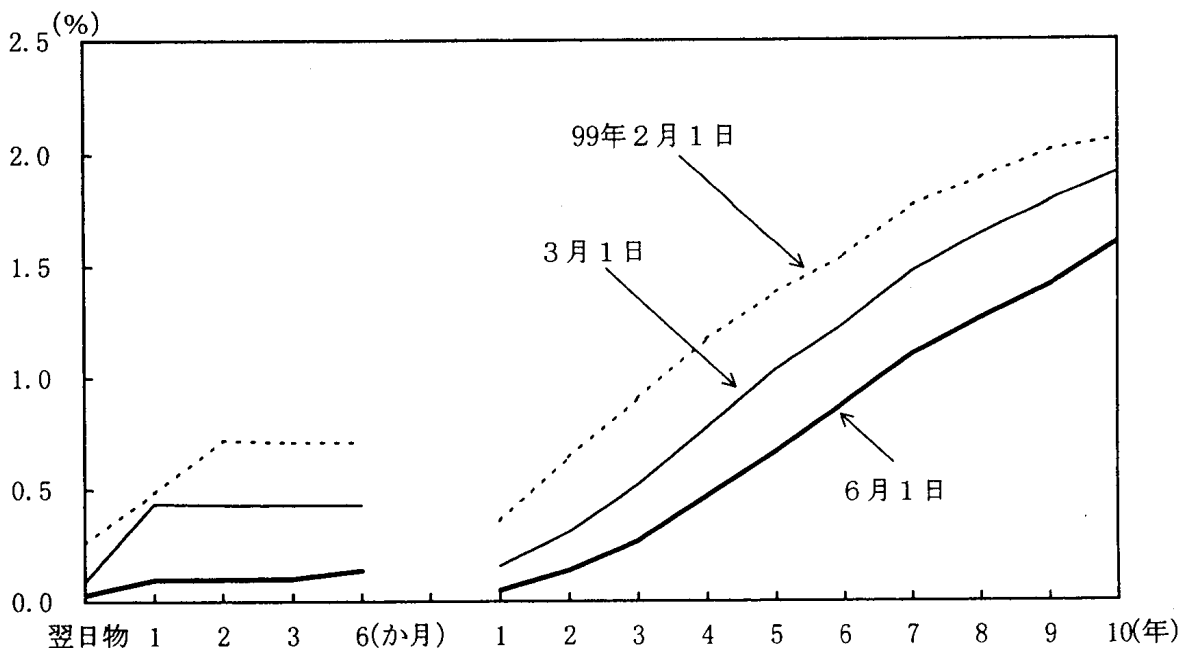
[出所] 図表1と同じ。

図表6 ターム物金利



(資料) 日本銀行, 全国銀行協会, 日本相互証券
 [出所] 図表1と同じ。

図表7 イールドカーブの動き



(備考) 1. 日本経済金融新聞, Bloomberg による。
 2. 翌日物は無担保コール, 1か月から6か月は TIBOR, 1年から10年は国債。

[出所] 1999年版『経済白書』318頁。

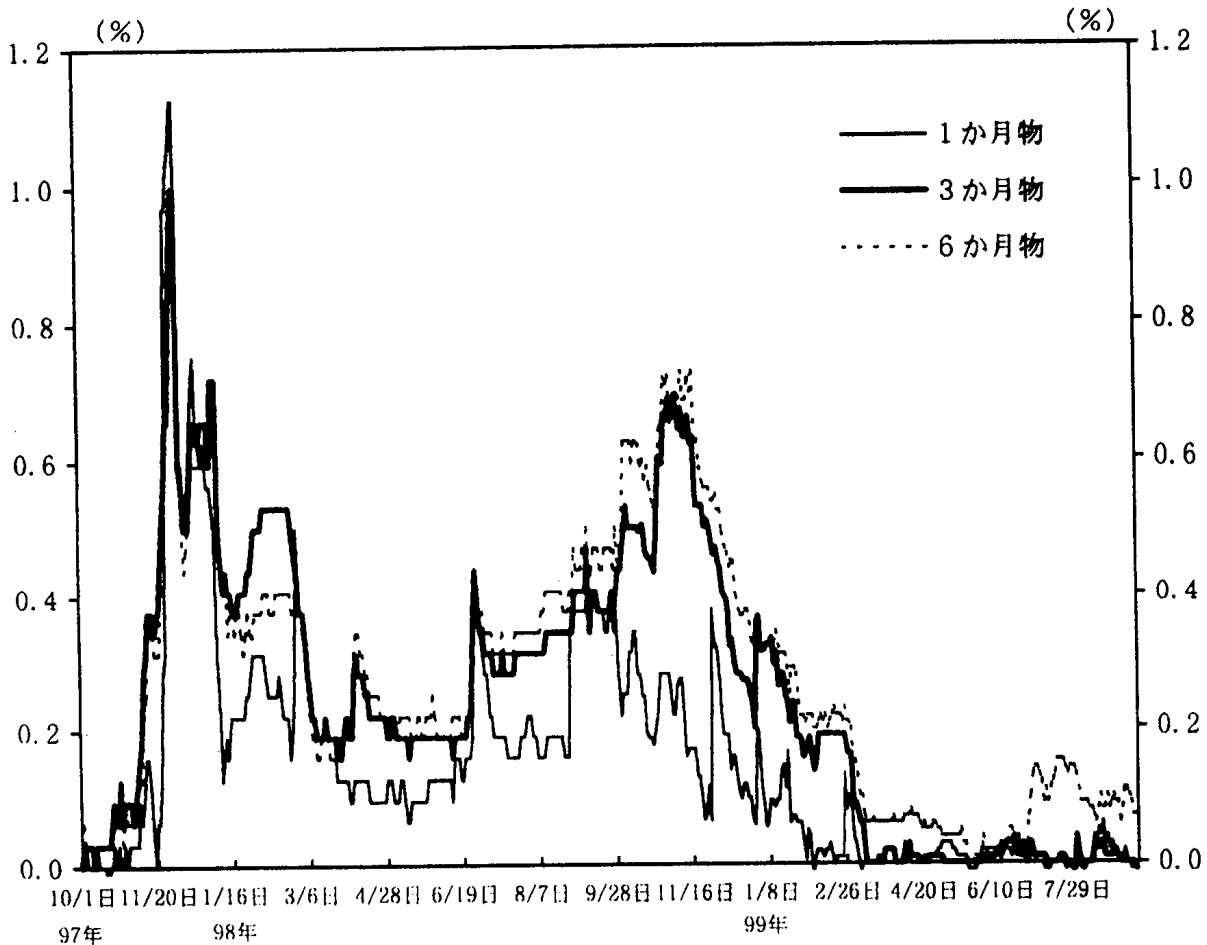
まず、短期金利から見ていこう。図表1に見られるように、95年9月以降公定歩合は0.5%に固定されているが、無担保コール翌日物金利はますます引き下げられて、事実上のゼロ金利(0.03%)になっていった様子がよく分かる。次に、長期金利は、同図表にあるように、98年末少し前に1.0%を割り込む超低水準に低下した後、99年2月初旬にかけて急騰した。その後、国債の需給関係の改善と共に下落に転じ、「ゼロ金利政策」下の潤沢な資金供給という「アグレッシブな」日銀のスタンスにより、「ゼロ金利政策」の長期維持予測が一般的になり、5月の連休にかけて徐々に低下した。そして、連休明け以降、景気回復期待からやや高めに戻しており、長期国債利回りは1.6から1.8%前後の範囲にある。この間、信用リスクの低下を反映して、民間債と国債の流通利回りスプレッドが縮小した(図表5)。

ターム物金利は、図表6に見られるように、「ゼロ金利政策」採用以降、急ピッチで下落している。無担保コール翌日物金利の0.03%への誘導のための潤沢な資金供給の結果、ターム物金利も低水準で推移した。但し、「ゼロ金利政策」の停止など先行きへの期待の変化を反映して、一時的な変動が発生している。ターム物金利は、6月中旬以降一時やや上昇したが、その後反落した。年末越えターム物金利は2KY問題でやや高めに推移している。

図表7に明らかなように、99年2月・3月・6月の各1日のイールド・カーブが、「ゼロ金利政策」の結果として、長期金利の低下を反映してフラット化したことがよく現れている。また、図表8に見られるように、97年11月から98年にかけて膨れ上がっていたジャパン・プレミアムは、金融再生法・金融健全化法の成立などによって低下しつつあったが、「ゼロ金利政策」以降更に低下した。6月にはジャパン・プレミアムはほぼ解消状態になったと見られる。

貸出金利は図表9に示されている。短期プライムレートは誘導金利の低下に対応して引き下げられている。貸出約定平均金利は、貸し渋りなどを反映して必ずしも十分に低下していないが、長期・短期共に99年2月以降やや低めに推移している。

図表8 ジャパン・プレミアム



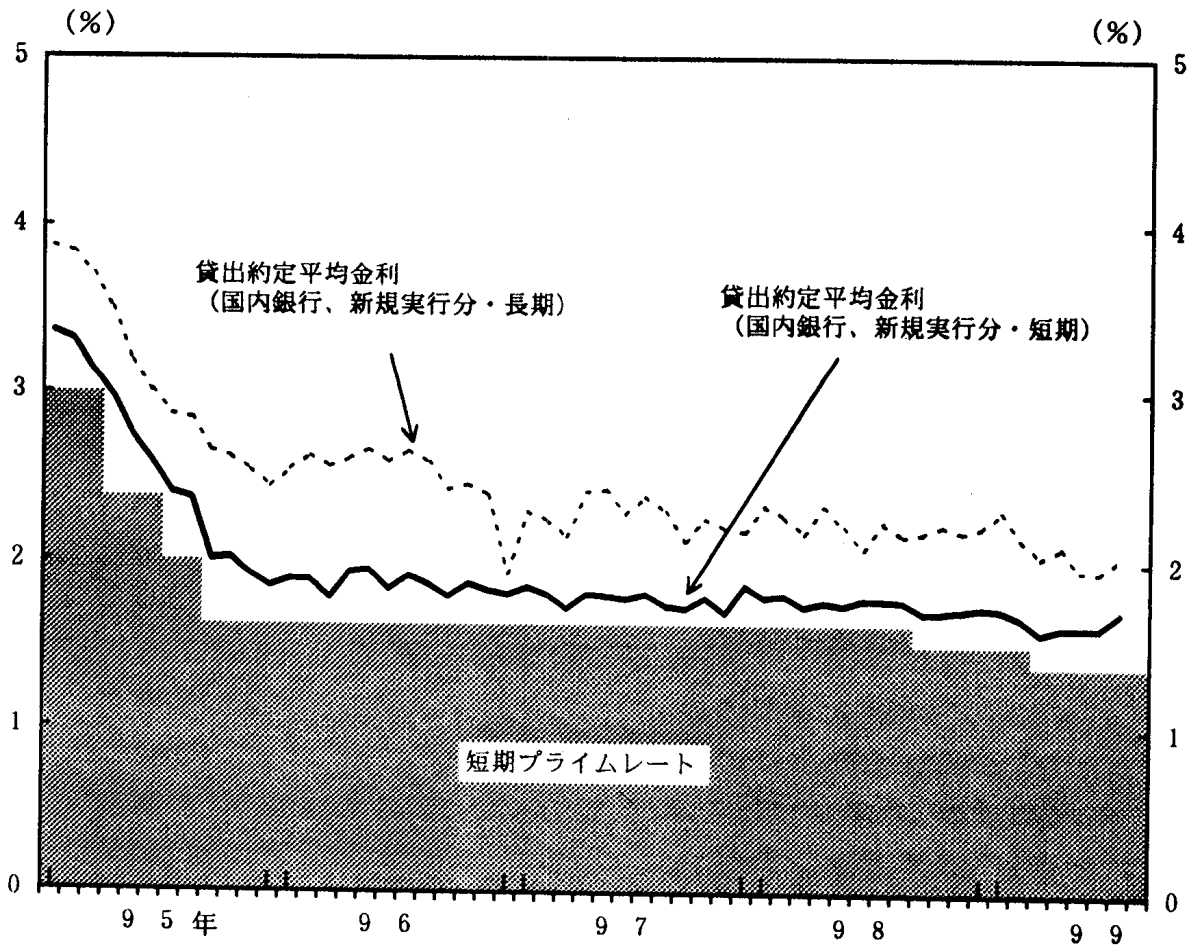
(注) ジャパン・プレミアム＝東京三菱銀行オファーレート－バークレイズ銀行オファーレート

(資料) British Bankers' Association

[出所] 図表1と同じ。

中小企業からみた金融機関の貸出態度は、図表10にあるように、97年秋以降極度に厳しくなっていたが、98年末以降やや改善している。これは、民間金融機関の融資態度は慎重さを崩していないものの、資金繰りや自己資本面での制約は緩和してきていることの反映であるとみられる。他方、民間企業の資金需要は引き続き減退しているため、民間銀行貸出は減退幅を緩やかに拡大している。図表11に見られるように、民間銀行貸出は前年比マイナスが続いている。特殊要因調整後の動きをみると99年第1四半期に一時回復し、その後反転した。また、民間銀行以外からの資金調達も低調である。企業金融をめぐる逼迫感は緩和して、企業倒産件数も信用保証制度の拡充などを背

図表9 貸出金利



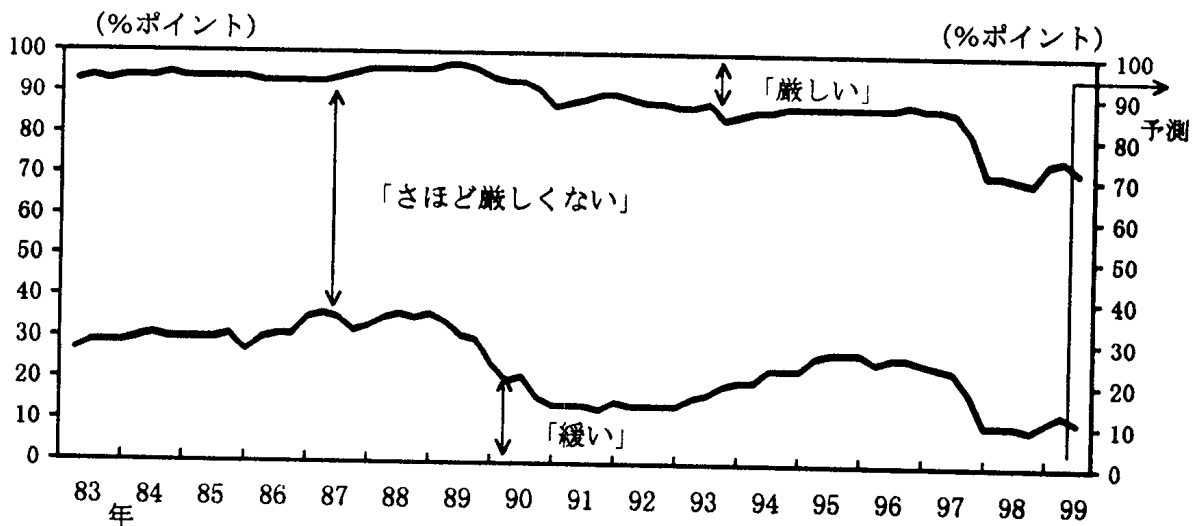
(注) 短期プライムレートは月末時点。

(資料) 日本銀行

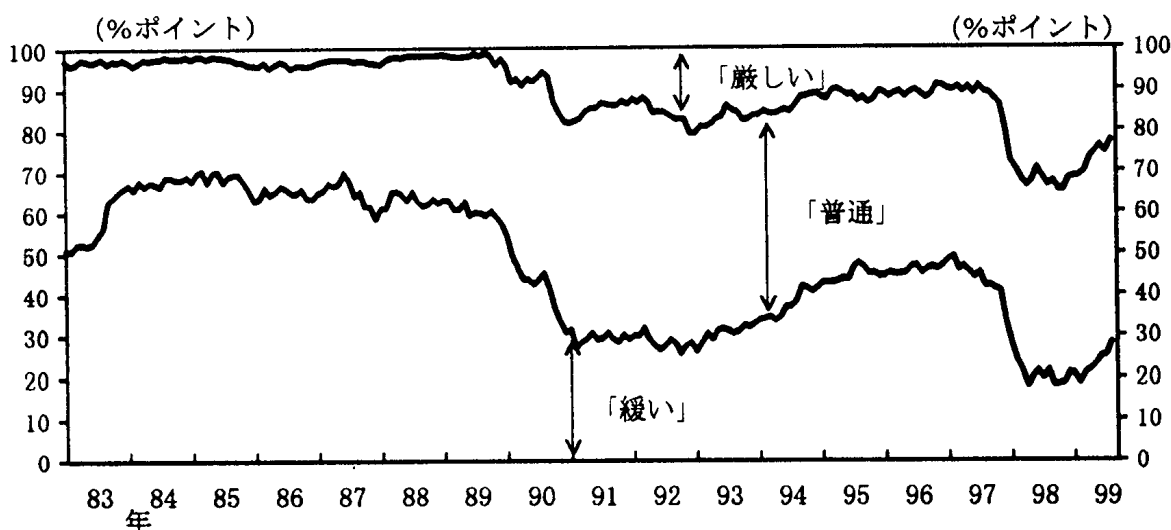
[出所] 図表1と同じ。

図表10 中小企業からみた金融機関の貸出態度

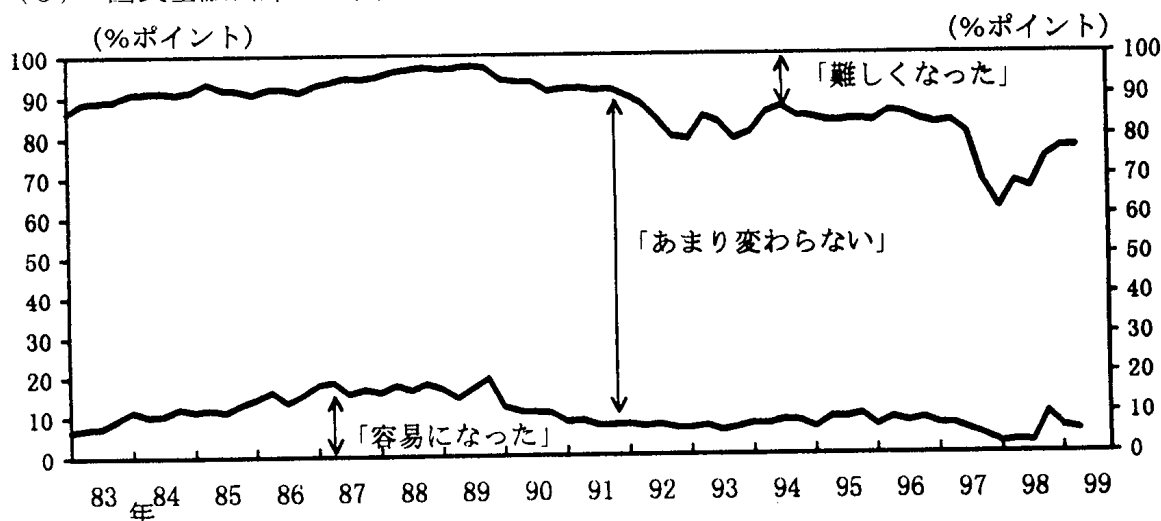
(1) 日本銀行・企業短期経済観測調査 (直近調査時点6月)



(2) 中小企業金融公庫・中小企業景況調査 (直近調査時点8月中旬)



(3) 国民金融公庫・全国小企業動向調査 (直近調査時点6月中旬)



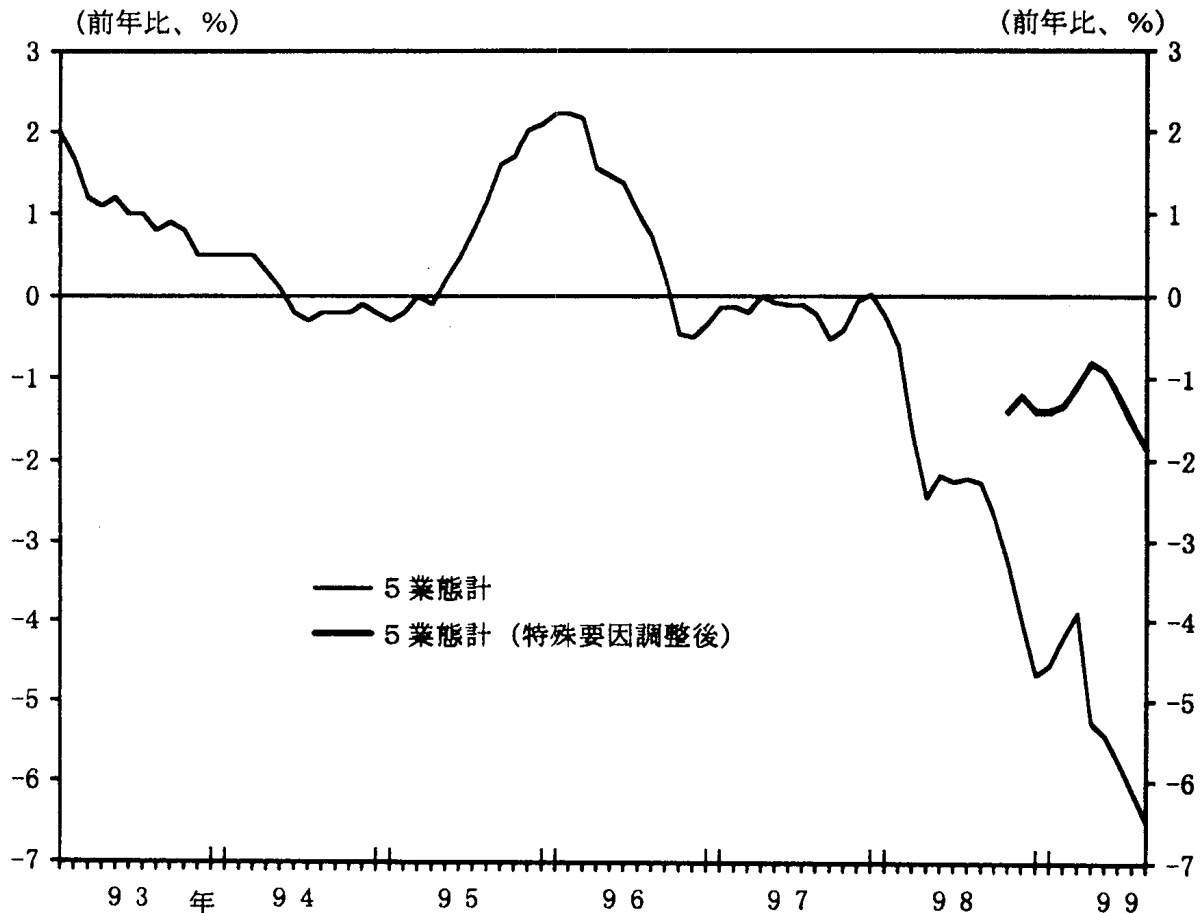
(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」, 中小企業金融公庫「中小企業景況調査」,
国民金融公庫「全国小企業動向調査」

[出所] 図表1と同じ。

景に前年を大幅に下回っている。

マネタリーベース (図表12) は、99年1月を底に2月以降反転急上昇した。マネタリーベースが銀行券発行高を上回って増加したのが、2月以降の特徴である。日本銀行の潤沢な資金供給により準備預金が豊富に積まれたことと、金融システムの安定化により銀行券の市中流通量が減少したことを反映している。マネーサプライは前年比4%強の伸びで、ベースマネーは前年比5%台後半～6%台前半の伸びであった。また、準備預金は、2月以降累計額と最

図表11 民間銀行貸出



- (注) 1. 総貸出平銭ベース。
 2. 5業態は、都市銀行、長期信用銀行、信託銀行、地方銀行、地方銀行II。
 3. 特殊要因調整後計数は、貸出の実勢をみるため、①貸出債権の流動化による変動分、②為替相場変動による外貨建貸出の円換算額の変動分、③貸出債権の償却による変動分、④旧国鉄清算事業団向け貸出の一般会計への承断分、および⑤旧住宅金融債権管理機構向け貸出の整理回収機構向け貸出への振り替わり分を調整したもの。あくまでも種々の前提に基づく試算であり、試算結果については幅を持つてみる必要がある。

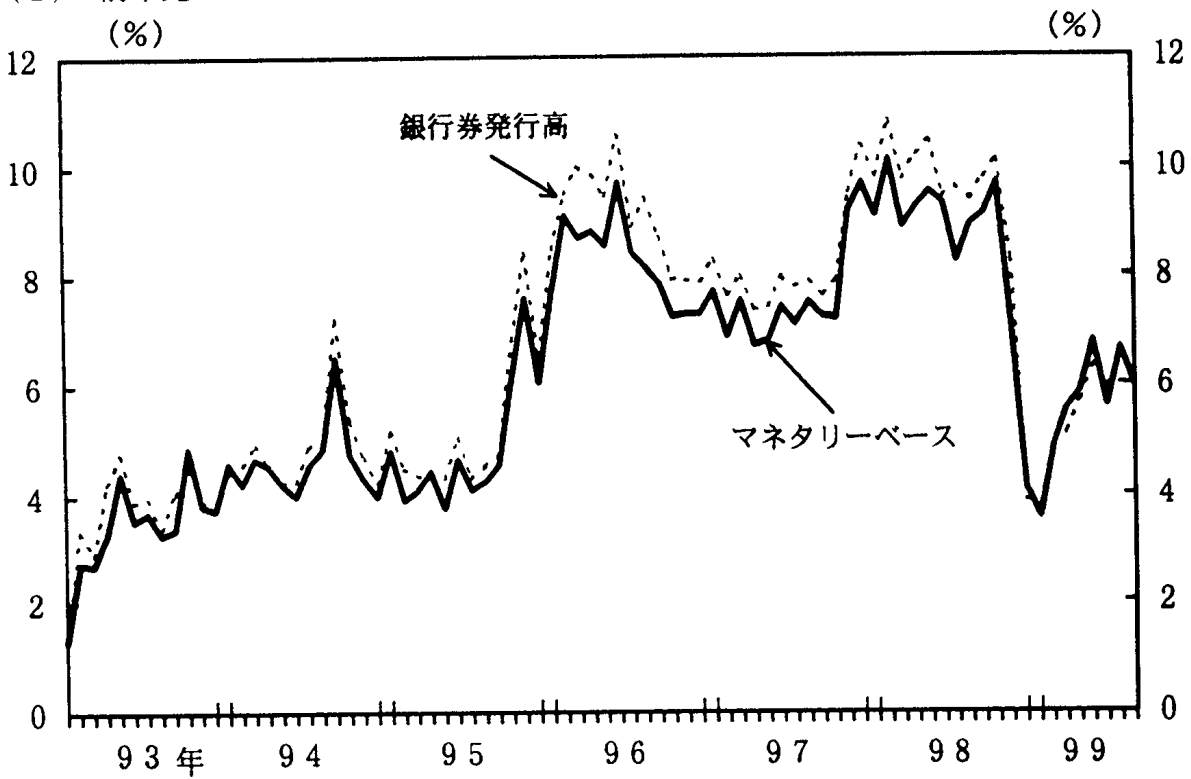
(資料) 日本銀行「貸出・資金吸収動向等」
 [出所] 図表1と同じ。

終日ともに超過準備および非適用先の日銀当座預金残高が明確に増加している(図表3)。これは、準備預金の超過幅が拡大し、短資業者の手元資金が大幅にだぶついていることを示している。このように資金がだぶつく中で、短資業者が手数料を引き下げた(0.03→0.02%)。

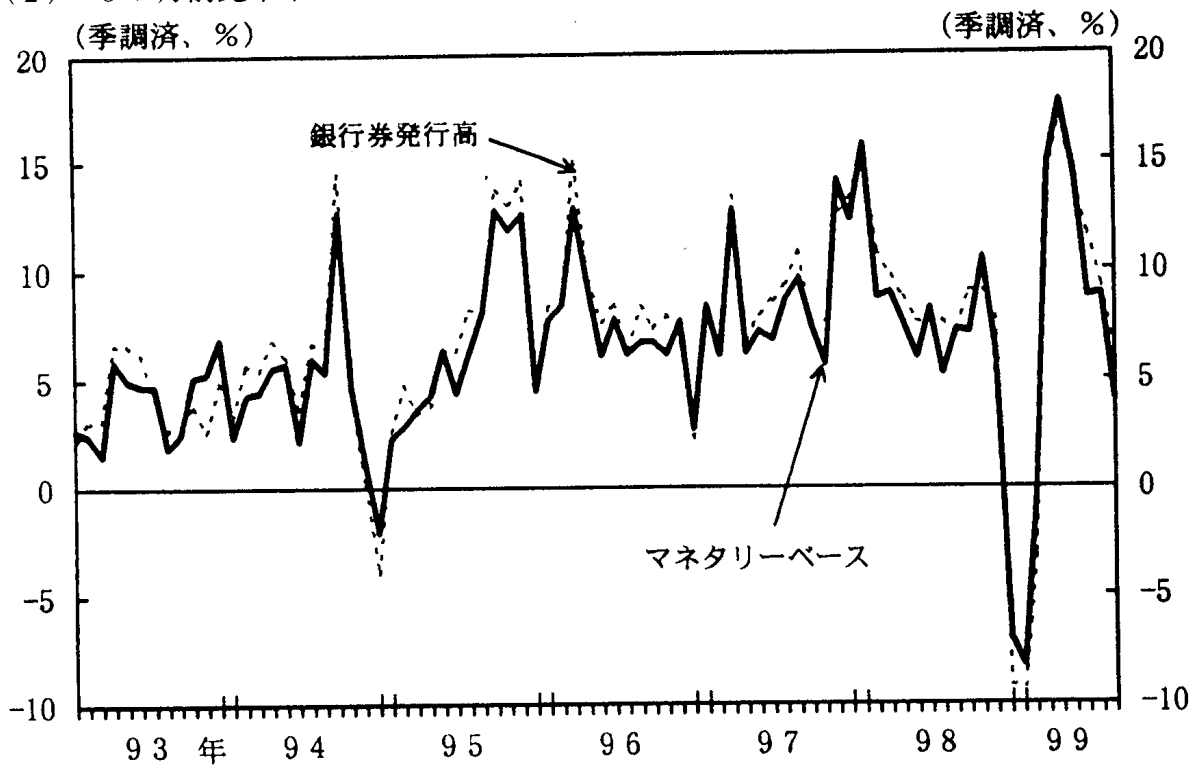
9月上旬時点における為替は円高で1ドル=111円前後であり、株価は1万7~8000円台であった。コール市場残高は約4割減少し、6月中旬以降横

図表12 マネタリーベース

(1) 前年比 (%)



(2) 3か月前比年率 (季調済、%)



(注) 1. マネタリーベース=流通現金(銀行券および貨幣<ともに金融機関保有分を含む>)+準備預金 2. マネタリーベースは準備率調整前。

(資料) 日本銀行 [出所] 図表1と同じ。

這い状態である。機関投資家が資金をコール市場から普通預金へシフトし、短期金融市場に歪みが生じているといえよう。コール平均残高が、99年1月から同年6月にかけて、約33.4兆円から約20.8兆円までおよそ37.7%減であった。同期間における、国内銀行のコールマネー月末残高の減少が11.3兆円であったのに対し、普通預金月末残高の増加が約19.4兆円であった。

以下、上の主要経済指標の動向と、9月9日におけるGDP第2四半期統計の発表を踏まえて、その時点での「ゼロ金利政策」の評価を行いたい。

9月9日発表のGDP第2四半期(4~6月)統計は、前期比プラス0.2%(年率0.9%)で前期のプラス2.0%(年率9%)に引き続き2四半期連続のプラス成長となった。これらの数字を見る限り、政府公約の99年GDPが0.5%成長を上回る成長率の実現に向けて順調な結果を出しているといえよう。設備投資が大幅な減少を続けているため、まだ楽観を許さない状況ではあるが、消費支出の回復と住宅投資の伸びが大きく、政府は経済見通しを上方修正することが報じられた(99年9月10日付『日本経済新聞』)。同じ9月9日に開催された日本銀行金融政策決定会合で、「ゼロ金利政策」の維持が決定された。

同日時点で見ると、大規模な財政支出と金融の超緩和を含む景気浮揚政策は一応の成果をあげているといえよう。この政策全体の中で「ゼロ金利政策」はどのような効果を持ったのであろうか。第1に、大規模な財政支出を支える赤字国債の急増の結果として、上昇し始めた長期金利を国債の需給関係の調整と協同してまずまずの水準に抑制したことである。長期金利のコントロールは困難ではあるが、今回の場合には「ゼロ金利政策」の長期化をアナウンスすることによって、金利予想を低めにすることを通じて、長期金利の上昇を防止した。このことの反面として、「ゼロ金利政策」の解除に際しては、長期金利の急騰をいかに回避するかが重要な留意事項である。本稿でも見たように、日本銀行関係者の発言が、「ゼロ金利政策」の解除をにおわせるものとして市場参加者によって受け止められたとき、長期金利の上昇が見られたことに注目すべきである。

第2に、従来の超低金利政策の延長上の効果であるが、銀行や非金融企業に対して家計などの資金供給者からの所得移転があり、それらの企業の収益率の回復に寄与したといえる。ただし、家計の収入を犠牲にしているために、消費支出の回復を遅らせている。

第3に、潤沢な資金供給により流動性危機を回避する条件を強固にした。金融再生と健全化のスキームの確立を受けて、「ゼロ金利政策」は金融システムの安定化を補助する役割を果たした。このことは、いわゆるジャパンプレミアムの消滅に現れることになった。

第4に、貸出したがって信用創造が低迷しているのは、基本的に実物経済の問題であって金融政策が打開できる問題ではない。日本銀行としては十分な資金供給をしているので、少なくとも銀行サイドが原因の貸し渋りのような事態は、現在の時点ではかなり解消されていると見られよう。

このような効果の反面として、次のような「副作用」も同時に生じた。まず、当初から懸念されていたことであるが、短期金融市場の市場規模の縮小と機能不全の問題である。無担保コール翌日物市場規模は約4割縮小したために、金融機関の流動性調達に支障が生じる可能性が指摘されている。第2に、事実上の「ゼロ金利」が達成された後には、金融当局が市場に対して送るメッセージは、準備預金の積み上幅以外になくなってしまい、事実上金融政策自体の意味が極めて小さくなってしまったのではないかとされている。これらの問題以外にも、銀行や非金融企業のモラルハザード（企業のリストラ努力の回避など）や金利構造の歪みによる企業年金基金の破綻などが指摘されている。また、海外面ではいわゆるキャリートレードによって国際的な投機資金移動の激化が誘発され、世界的な金融の不安定性を増幅している側面もあるといえよう。

日本銀行は、景気浮揚のための財政支出増との関係で生じる国債の日本銀行引受圧力や円高に対応するための「一層の金融緩和圧力」を跳ね返しつつ、負の衝撃を最小限に抑制した政策の維持・解除という困難な課題を克服していかなければならない。

おわりに

以上、日本銀行政策委員会・金融政策決定会合議事要旨を素材にして、歴史的な「ゼロ金利政策」の採用と運用の実際を覚え書き風にまとめて、私なりの論評を加えた。議事要旨は、審議委員が現状の金融経済情勢をいかに把握し、どのような対策を採ろうとしているのかをビビッドに読者に伝えてくれる。新日本銀行法による情報公開原則のこの成果から多くを学び、金融政策論や金融理論の発展に寄与する生きた素材を抽出しようという意図で本稿を執筆した。本稿は論点整理にとどまっているが、金融・経済危機下の特異な「ゼロ金利政策」研究の第1歩としたい。「ゼロ金利政策」のトータルな歴史的な評価は他日に譲らざるを得ないが、ここでは、政策開始後約5か月間の暫定的な評価をとりまとめた。

(きむら・じろう／経済学部教授／1999年10月20日受理)